

日本泡沫经济及对中国的启示*

□ [日] 吉野直行(日本庆应义塾大学)

经历了15年的不景气,2006年日本经济终于得以复苏。但其发展仍面临严峻挑战:老龄化问题越来越严重,将带来劳动力不足、储蓄率降低、巨额财政赤字无法减少等一系列问题。这些同样将会是今后中国面临的问题。日本的经验将会给中国提供有益的借鉴。

如何保持经济的持续稳定发展,是中国当前经济发展的重要课题。回顾和分析当年日本泡沫经济发生的机制和泡沫破灭后产生的严重后果以及探讨今后影响日本经济稳健发展的主要问题,对于中国保持经济的持续稳健发展、防止经济陷入过度泡沫具有相当的启发意义。

一、泡沫产生的背景

20世纪80年代,由于日本对美国等国出口的持续增加产生了大量的贸易顺差,主要工业化国家要求日本减少贸易赤字、改善国际收支不平衡的呼声很高。为了应对国际压力,日本在1985年9月与美国等五个工业化国家签订了《广场协议》,实施日元贬值,同时建立增加进口商品的机制。

由于当时日本财政赤字很高,无法进一步利用财政政策实现贸易均衡,在政策操作中,主要是采用宽松的货币政策来改善国际收支问题。从利率的角度来看,日本银行(中央银行)先后下调了再贴现率和拆放利率。再贴现率从1984年的5%下调到1987年的2.5%。拆放利率从1984年的9.06%下调到3.39%。从货币供应量的角度来看,日本银行的基础货币和M₂CD都在不断增加。1988年、1989年的基础货币增长率分别为10.31%、10.77%,到了1990年则增长为11.09%。M₂CD的增长率1987年为10.40%,1990年则上升为11.70%。

通常货币供应量上升会引起物价上升。但是当时日本的物价水平却非常稳定,1988、1989和1990年的消费者物价指数(CPI)分别为0.79%、2.81%和3.17%。

为什么日本物价水平如此稳定?这主要是因为持续的贸易顺差引发的日元升值促成了物价水平的稳定。1984年日元兑美元汇率为1美元=251日元,在短短三年的时间里就升值为1987年的1美元=122日元,上升了1倍。因日元升值,以石油为代表的进口品价格相应地下降了一半,这引起了批发商品物价指数的回落,消费者物价也处于很稳定的状态。

当时日本银行在实施扩张性货币政策时,主要是以物价指数的变动作为政策调整的参考指标。由于当时日本国内的物价水平一直比较稳定,日本银行也就在很长时间里实施了扩张性货币政策。

中国的情况不同于日本。日本从1971年就开始采用浮动汇率制。而中国的汇率制度基本上是事实上的固定汇率制,增加货币供应量自然会扩大总需求,这会导致物价水平的上升。

表1 日中主要经济指标对比

年份	日本				中国			
	1984	1988	1989	1990	2000	2005	2006	2007
货币增长率(%)	7.8	11.2	9.9	11.7	12.3	17.6	16.9	18.5
物价水平(CPI%)	2.11	0.79	2.81	3.17	0.4	1.8	1.5	6.5
股价指数	11060	28865	34967	26872	2073.48	1161.06	2675.47	6092.06
地价指数	86.5	212.8	276.8	285.3	100	129	136	NA

注:

1.日本的货币增长率指标采用M₂CD指标,股价指数为日经225

*本文系作者在2007年11月2日于北京举办的“中国经济的走势——从中日比较角度出发——纪念庆应大学建校150周年、中国人民大学建校70周年国际学术研讨会”所作演讲的基础上,经作者重新整理,由山东大学孔丹凤翻译。

指数(年末数),地价指数为日本不动产研究所编制的六大都市地价指数(每年3月末值)。

2. 中国的货币增长率指标采用M₂指标(2007年的数据为三季度数值),股价指数为上证综合指数(2007年数据为10月16日值),地价指数为国土资源部土地利用管理司和中国土地勘测规划院共同发布的全国主要城市地价指数(2000年=100)。

二、泡沫的破灭和银行不良债权的激增

在日本,银行向企业发放贷款时,会要求借款人提供土地担保抵押品。由于日本的地价在泡沫经济期间上涨了将近三倍,作为担保抵押品的土地价值不断上升,在此基础上,银行贷款额度也在不断扩大。从产业类别来看,与泡沫经济密切相关的建筑业、房地产业和非银行金融机构从银行得到了大量贷款。1981年这三个产业所获得的贷款占全部贷款总额的比例为16.74%,到了1989年则上升至32.57%,增长了将近一倍。非银行金融机构贷款增加的主要原因是日本对银行直接向不动产和建筑业发放贷款存在一些限制的情况下,一些银行便通过非银行金融机构间接向不动产和建筑业发放贷款,这进一步扩大了投向这两个领域的银行信贷资金。1981年非银行金融机构得到的贷款占全部贷款的比率仅为5.08%,到了1988年,激增为15.38%,增长了两倍。

表2 日本全部银行对不动产、非银行金融机构和建筑业发放贷款的比率(% ,年末值)

	1981	1988	1989	1990
不动产	6.54	11.69	12.19	11.86
非银行金融机构	5.08	15.38	15.17	15.21
建筑业	5.12	4.96	5.21	5.10
合计	16.74	32.03	32.57	32.17

值得一提的是,在日本,学术界通常采用如下四个指标来判断经济体出现了泡沫:一是发放给不动产、建筑业等泡沫经济相关产业的贷款增长率大于全部贷款增长率;二是发放给不动产、建筑业等泡沫经济相关产业的贷款占全部贷款的比率急剧增加;三是住宅价格高于五倍的年人均收入;四是住宅价格增长率大于年人均收入增长率。日本泡沫经济时代的不同寻常,即可从这四个指标中得以充分反映。

目前中国投向房地产业、建筑业等的新增贷款在不断增长,如2006年四季度中国主要金融机构新增中长期贷款中房地产业比重已经达到19.7%。同时住宅价格也在不断上扬,日本的经验 and 上述指标可以为中国房地产市场是否存在泡沫提供一定的参考。

1989年,日本政府注意到发放给与泡沫经济相关

产业的贷款比例过高,便开始紧缩银行贷款,实施以提高利率为主要特征的紧缩性货币政策。1990年日本银行突然提高再贴现率,将其提高到5.69%。1991年又将同业拆放利率从1987年的3.39%提高到1991年的8.34%。这种在货币极为宽松的状态中进行的大幅度金融紧缩操作,给日本经济带来了剧烈震荡。日本股市突然暴跌,日经指数在1989年12月经历了历史最高的39510点后,泡沫开始破灭,1992年就暴跌至17000点,跌至一半以下。与此同时,地价也较最高点时下降了一半多。

以地价、股价暴跌为诱因,日本银行业出现了大量的不良债权。饱受泡沫破灭之苦的日本银行业在1992年至2003年的10年间,先后有180家金融机构宣布破产倒闭。这些破产的金融机构中大多是地方的信用组合等中小金融机构,但也包括像北海道拓殖银行这样的大银行。具体说来,日本银行业发生大规模倒闭风波的主要原因有如下几个方面:第一,房地产价格巨幅下降,导致了银行贷款抵押价值的大幅度缩水。第二,很容易受到经济波动影响的地方经济首先陷入萧条,这使得主要面向地方企业发放贷款的地方金融机构首当其冲地进入了破产行列。第三,一部分金融机构在贷款规模持续低迷的情况下,盲目扩大并不擅长的有价证券投资业务,投资失败导致破产。第四,金融机构经营者的能力不足也是原因之一。

表3 日本金融机构救援案例数(1992—2005年)

年度	救援数目	年度	救援数目
1992年	2	1999年	20
1993年	2	2000年	20
1994年	2	2001年	37
1995年	3	2002年	51
1996年	6	2003年	0
1997年	7	2004年	0
1998年	30	2005年	0

上述分析得出的对中国的有益启示是,在经济过热时,货币政策操作不能实行突然紧缩,而应该缓慢渐进地实施紧缩性措施。中国的情况与日本有着显著的不同。在日本,生命保险公司等金融机构可以在美国等海外市场进行各种投资活动。而在中国,由于实行资本管制,大量资金因无法实现海外投资而只能在中国国内进行投资,所以相对说来,中国的货币供应量要比日本多。中国在实施货币紧缩政策时尤其要采取渐进的方式。

三、日本经济的复苏及面临的主要问题

经历了15年的不景气,2006年日本经济终于得以

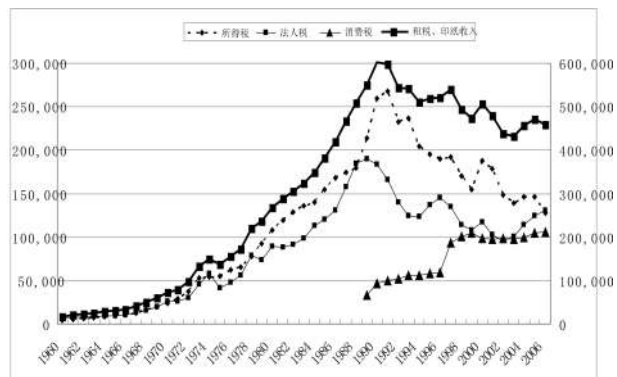
复苏,并呈现出持续增长的态势。究其原因,主要包括如下几个方面:第一,日本央行持续的低息政策,使得企业的融资成本大大降低,刺激了企业设备投资的积极性。第二,一直困扰日本企业的投资过剩问题,经过多年的资本折旧已经得到了很好的消化,企业的固定资产规模恢复到了正常水平,生产也随之正常化。第三,日本企业在长期的海外转移生产的过程中,逐渐建立起与亚洲各国的良好分工合作体系,这使得日本制造业逐步复苏,回到正常的发展轨道上。第四,由于日本十年间物价水平稳定,限制了工资水平的上涨,加之企业自身的努力,生产成本在1990年后持续降低,大大增加了日本企业在国际市场上的竞争力。第五,银行不良债权问题也得到解决,银行体制逐渐健全,尤其在2003年后,日本还没有出现一例金融机构倒闭的事件。银行业还通过大规模的合并改善了整体实力,逐步恢复了正常的融资业务。

虽然日本经济得到了复苏与发展,但是从长期来看,日本经济还面临下面的几个问题。

第一,社会面临越来越严重的少子化与老龄化趋势。日本已经开始进入老龄化社会,有关预测显示,日本在2050年老龄人口将超过德国、法国、英国和美国。目前日本政府财政支出的大约40%都用于老年人的医疗费支出。而且随着老龄化社会的发展,这一比例还将提高。如何尽量缩减社会保障方面的开支,使老年人尽可能再就业以及减少对社会保险的依赖,是日本经济面临的一个长期而又艰巨的课题。着手建立退休人员的再就业体制是比较可行的解决方式之一。

第二,老龄化社会带来的劳动力不足。随着少子化和老龄化的发展,日本社会将面临严重的劳动力不足。目前正在探讨的建立退休人员再就业体制的主要目的就是尽可能地吸收更多的老年劳动者,以维持生产效率,促进技术进步并保持经济活力。

图1 日本的税收(1960—2006年)



第三,日本政府面临着巨额财政赤字。目前日本中央和地方政府的合计债务余额已经达到了GDP的

160%以上,这个数字在OECD国家位列第一。日本政府财政赤字激增的主要原因在于:第一,由于长期的经济不景气,日本的所得税、法人税等税收收入不断减少(见图1)。第二,日本政府财政支出中的社会福利支出比例较高,2003年已达25.6%,占财政支出1/4的比例。第三,日本政府财政支出中分配给地方政府的收入不断增加。政府拥有如此巨额财政赤字而国家却不破产的原因在于日本民间储蓄率一直很高。大量银行储蓄、邮局储蓄、生命保险金、养老保险金等金融资产的积累,有力地支持了政府国债的发行,使得政府可以持续举债度日。再加上央行的长期零利率政策,国债利息成本大大降低,国债利息支出一直被控制在政府支出的20%左右。

正是在上述背景下,尽管日本政府拥有大量财政赤字,经济还能保持正常运营。但是,随着社会老龄化的发展,储蓄率必然会随之降低,越来越难以承受巨额国债发行的压力。如何逐步减少财政赤字,是日本政府以及日本社会面临的重要课题。日本整个社会体系和经济政策都面临着改革。

当前中国正处于老龄化加速发展的阶段,日本老龄化所带来的养老、医疗等社会保障问题和劳动力不足问题在中国也同样需要密切关注和努力解决。或许日本的相关经验可以为中国的经济和社会发展提供一些有益的启示。▲